民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 3 月 22 日

● 客户观点反馈

客户认为在近期缩量的背景下，市场的调整依旧没有结束。在基金赎回潮的影响下，一些基本面好，业绩确定性强的优质公司已被市场情绪过度影响，但是以此来判断是否为合理的入市机会，扔持观望态度。

● 总量观点

【民生宏观】一文读懂本周经济数据和海外市场

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

1.国内经济：商品房成交量上升，煤炭价格重心上移，汽车轮胎开工率触底反弹，钢材进入去库存，油价暴跌 7%，铜价和金价飙升，生猪价格连续 7 周下跌。3 月以来 100 大中城市累计成交土地面积为 2128 万平，较 2019 年同期成交量降低了 1066 万平方米，显现房地产政策调控结果。受到内蒙古涉嫌“倒查 20 年”和煤管票制度，煤炭供给减少，2021 年煤炭价格中心整体上移。油价受库存供给充足和欧洲疫情需求减少暴跌， WTI 原油现货价格当日跌去 7.45%。本周四美联储议息提高经济复苏预期，带动了对经济复苏敏感的基本金属铜和受通胀主导的黄金价格。猪肉价格下跌主要受生猪出栏量增加，节后需求疲软，价格连续 7 周下跌。

2.海外热点： SLR 到期不续，美债持续飙升，叠加中美交锋，A 股受挫；美联储提高经济预期美元走强；拜登计划加税；新兴国家开始陆续加息。美联储维持宽松立场不变，10 年期美国国债收益率回稳后继续飙升，周三晚间从 1.64%迅速拉升至 1.75%，创 14 个月以来新高。美元本周也一路高涨，美国经济强势复苏，欧洲疫情反复欧元下跌，叠加美债飙升中美利差减小，美元指数从 91.39 飙升到 91.84。拜登计划加税法案支持财政，我们认为加税带来的经济增长效应大于负面效应（税收只是财富再分配的问题）。巴西央行上调基准贷款利率 75 个基点，土耳其央行上调 200 个基点，俄罗斯央行上调 25 个基点，以应对通胀风险。

风险提示：美国通胀超预期抬升，欧美疫情超预期等。

【民生策略】从基本面确定性的角度重新审视配置方向

（李锋，分析师 S0100511010001，8610-85127632；钱力，研究助理 S0100119070037，021-60876719）

1.流动性方面，货币政策调整短期内风险不大，但美债上行的影响预计会持续

近期在海外农产品和工业品涨价的影响下，部分新兴市场国家已经开始动用加息政策对冲通胀影响，这说明货币政策转向的落脚点仍是通胀。但国内猪周期下行，货币政策提前于主要国家已经回归正常化，而美国核心通胀距离美联储平均 2%的目标仍有距离，因此国内国外两方面短期内货币政策大幅调整的风险不大。

但随着增长和收紧的预期逐步计入，美债的上行趋势预计仍会延续，甚至在高位波动加剧，进而放大对风险资产的影响。

从外资的持仓上来看，在美债的上行趋势背景下，除了低估值防御型，北向资金逐渐偏好有业绩成长性（弹性）能够对冲估值下台阶的成长股，而卖出了业绩弹性不高，前期主要靠确定性抬升估值，后期消化估值预计时间较长的部分消费和医药板块标的。

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生策略】从基本面确定性的角度重新审视配置方向

【民生电新】大众举办电池日，ID.4 正式交付

【民生军工】基本面持续向好，看好军工投资价值

【民生机械】安徽合力（600761）年报点评：销量持续高增长，营收利润双升

2.系统性风险层面，核心问题开始转向基本面的确定性

为什么此时关注点开始转向基本面的确定性？前期经过回调，估值的问题暂时性解决之后，基本面（增长、竞争格局）的确定性就成为核心问题，尤其当前在上游涨价影响下，部分中下游毛利甚至竞争格局已经受到影响。确定性的判断不仅决定预期收益率，也决定了估值中枢需不需要继续下移。

虽然我们整体上仍然认为经济处于增长的趋势当中，但的确观察到一些相矛盾的信号，尤其是地产和制造业相关产业链中。

3.再看四大板块最新情况

整体上我们判断，市场情绪仍然偏弱，如果剔除 3.19 日中美谈判对情绪面的冲击，18 日实际上已经能看到抱团板块反弹，强势股补跌的调整末期信号。预计市场结构上会继续修复板块间的估值差，这会带来抱团板块内部进一步分化，以及非抱团板块在盈利增长下带来的估值修复。

4.配置建议

下跌之后市场情绪的修复需要时间，因此风格上仍会继续偏向低位价值和周期。但成长板块中“部分赛道”回调的空间已经大大压缩，预计年报和一季报披露前后，会陆续迎来这些标的的布局时间点。

①受益中期复苏预期和通胀预期，盈利存在上调空间，精选具有业绩持续性的周期成长型标的：**家居、C 端建材、工程机械、石化、基化**

②受益疫情后服务业复苏，业绩存在超预期可能：**餐饮、酒店、旅游、航空**

③市场风格切换与景气度见底共振：**银行、保险、通信**

④中长线产业趋势明确，景气度维持高位，但要根据竞争格局变化进一步精选个股：**锂电、半导体、消费电子（部分创新零部件、面板）**

风险提示：海外经济恶化，疫苗进展不利。

● 行业观点

【民生电力设备与新能源】大众举办电池日，ID.4 正式交付

（于潇，分析师 S0100520080001，13917041099）

1.上周板块行情

电气设备板块上周下跌 3.21%，涨幅落后大盘。其中，核电板块上涨 2.88%、风电板块上涨 1.92%、锂电池指数下跌 0.60%、工控自动化下跌 1.90%、新能源汽车指数下跌 2.00%、发电设备下跌 3.11%、光伏板块下跌 7.32%。

2.新能源汽车：大众电池日提出标准电芯，转型方形，电池成本有望下降 50%

大众电池日提出未来将采用植入智能化技术的标准电芯，并预计于 2023 年全面铺开，至 2030 年实现旗下车型 80%的覆盖率，电芯成本未来降下降 50%。大众在电池日上发布的标准电芯采用方形电芯，意味着大众动力电池技术路线将向方形大力倾斜，预计将利好宁德时代及其材料供应商。

3.新能源发电：产业链博弈加剧，建议关注具有一体化优势的龙头企业

根据中电联，1-2 月份全国光伏新增装机 3.25GW，同比增长 203.7%；风电新增装机 3.57GW，同比增长 260.6%。近期硅料短缺带动光伏产业链价格大幅上涨，中游制造环节承压盈利预计将分化，看好具有一体化优势的龙头企业。全年来看，根据 2021 风光开发方案（征求意见稿），存量项目存在抢装预期，叠加今年装机主体央企有考核指标及资金优势，预计行业需求稳中向好，支撑景气度维持高位。

4.工控及电力设备：制造业投资持续回升，工控行业需求旺盛进口替代加快

2 月制造业 PMI 为 50.6%，环比下降 0.7%，但连续 12 个月位于扩张区间，工控下游需求较好，我们预计今年工控行业快速增长仍将延续。国产工控龙头企业具有较好的产品性价比和本土化优势，进口替代将加速推进。

5.本周建议关注

恩捷股份：湿法隔膜龙头稳固，海外、涂覆占比提升，布局干法隔膜打开储能市场空间。

隆基股份：产能扩张加速推进，一体化优势突显市场份额有望加速提升。
通威股份：硅料业务供应紧张有较大业绩弹性，大尺寸电池片占比提升。
当升科技：三元正极材料龙头，海外客户加速放量。
孚能科技：软包电池龙头即将供货戴姆勒，国内外车企客户快速突破。
风险提示：全球疫情持续时间超预期，政策不达预期，行业竞争加剧致价格超预期下降。

【民生军工】基本面持续向好，看好军工投资价值
（王一川，分析师 S0100518020001，13811614600）
1.行情回顾
上周沪深 300 指数下降 2.71% ，国防军工板块上涨 3.18%，军工板块跑赢 5.89%。从行业来看，在中信 30 个一级子行业中，军工行业排名第 1 位。
2.本周核心观点
上周，军工板块出现明显反弹，年报业绩高增长的个股涨幅较好，如中航高科+13.5%、北摩高科+10.6%。随着年报、一季报的陆续披露，我们认为军工行业景气度有望持续提升，建议关注航空、导弹、碳纤维产业链相关个股。①行业基本面。短期，疫情影响消除，军工核心资产订单持续提升，全年业绩有望稳定增长。中期，新型主战装备批产提速、实弹训练以及地缘政治影响有望提升军队采购量，“十四五”期间军队采购需求将显著提升。长期，武器装备存量仍然偏低，新型装备占比较小，未来军费投入有望提升。②板块估值。中证军工指数估值处于历史中枢位置，后续仍有提升空间。③基金持仓比例。基金重仓持股比例连续两个季度回升，但和 15 年高点持仓相比，提升空间大。
3.上周事件点评
一周双射，星链项目部署加速。3 月 15 日，SpaceX 成功发射第 22 批 60 颗星链互联网卫星，一周之内成功发射两批星链卫星，SpaceX 的入轨星链总数已达 1320 颗，已经实现了初步组网的能力。按照计划，SpaceX 将在 2019 年至 2024 年间，向太空发射 1.2 万颗微型卫星，并利用这些卫星搭建起覆盖全球的天基互联网。SpaceX 此前估计星链的建设成本超过 100 亿美元，但同时认为该网络每年可带来高达 300 亿美元的收入，相当于其现有火箭业务年收入的 10 倍以上。根据媒体披露，自公开测试版开始以来，短短三个多月时间，星链在美国和国外已经拥有超过 1 万名用户，并且 SpaceX 正在向联邦通信委员会（FCC）申请许可，将该公司的星链卫星宽带互联网服务扩展到飞机、船只和汽车。去年 4 月 20 日，国家发改委指出信息基础设施是以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，将卫星互联网首次纳入“新基建”通信网络基础设施的范畴，未来我国低轨卫星领域有望快速发展。
4.建议关注
①受益于主战装备进入批量生产阶段的核心主机厂：**中航沈飞、中直股份、航发动力**；②保持稳定增长的军工上游电子元器件厂商：**航天电器、鸿远电子、宏达电子、振华科技、中航光电、火炬电子**；③国防信息化核心标的：**睿创微纳、雷科防务；④业绩实现快速增长的材料领域厂商：中航高科、光威复材。**
本周组合：航天电器、中航高科、鸿远电子、中航光电
风险提示：武器装备列装低于预期；科研院所改革不达预期。。

● 个股观点

【民生机械】安徽合力（600761）年报点评：销量持续高增长，营收利润双升
（徐昊，分析师 S0100520090001，021-60876739；关启亮，研究助理 S0100521020001，021-60876757）
一、事件概述
3 月 19 日，公司发布 2020 年年报，全年实现营收约 128 亿元，同比增长 26.3%；归母净利润 7.3 亿元，同比增长 12.4%；EPS 为 0.99 元，同比增长 12.5%。公司 2020

年 Q4 单季度实现营收 37.3 亿元，同比增长 40.8%。

二、分析与判断

内需+出口双轮驱动，销量持续高增长

公司 2020 年叉车销量约 22 万台，同比增长 44.8%；十三五期间叉车销量复合增长率达 20.6%，明显高于行业平均水平。公司 2020 年实现营收约 128 亿元，同比增长 26.3%；归母净利润 7.3 亿元，同比增长 12.4%。其中国内和海外市场分别实现营收 107.8 和 18.9 亿元，分别同比增长 28.4%和 12.6%，国内营收增速高于海外增速约 16 个百分点。

国内市场高增长：1）公司进一步扩张和完善国内经销渠道，持续优化产品销售和售后服务；2）疫情后国内需求逐步恢复，制造业回暖；3）叉车行业具有周期性，目前行业处于景气上行阶段。海外市场驱动因素：1）受疫情影响，叉车出口需求持续增加；2）公司海外经销商渠道逐步搭建和完善；3）国际品牌力逐步增强；4）性价比相比海外品牌较高。

Q4 毛利率短暂承压，盈利能力有望环比改善

公司 Q4 单季归母净利润 1.4 亿元，同比下降 14.2%；毛利率约 15%，较同期下降 6.4 个百分点，处在历史较低水平。公司 Q4 单季毛利率短暂承压主要因为钢材等原材料价格的上涨以及产品运输费核算口径的调整，但我们认为公司盈利能力有望环比改善，主要原因包括：1）公司为老牌叉车龙头，对原材料价格的周期性波动有成熟的应对体系；2）公司部分产品已经涨价，行业高景气度可以传导部分原材料上涨带来的压力；3）原材料价格的上涨最终会由供需和政策调整回合理的区间内。

运营效率持续提升，应对行业周期性能力增强

报告期内，公司存货周转率、应收账款周转率分别提高 1.2 次和 1.3 次，实现净资产收益率 14%，同比小幅上升。公司运营效率提升方式主要包括：1）完善考核体系，2）严格管控采购、生产和库存，3）增强品牌宣传力度。叉车行业具有周期性，随着公司市场渗透率不断提升、经营管理效率持续提升，公司应对行业周期性能力将逐步增强。

三、投资建议

预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 145.7/167.5/186.4 亿元，实现归母净利润为 9.9/12.5/13.9 亿元，当前股价对应 PE 为 11/9/8 倍。公司 2021 年估值约为 11 倍，明显低于行业平均水平，PEG 显著小于 1，考虑到公司为叉车行业龙头，销量和业绩确定性强，公司估值仍有较大的提升空间，维持“推荐”评级。

风险提示：国内制造业景气度不及预期风险，叉车行业景气度不及预期风险，叉车出海不及预期风险。

【民生商社】奥园美谷（000615）：收购杭州连天美 55%股权，掀开医美新篇章

（顾熹闽，分析师 S0100519080001，18916370173）

一、事件概述

3 月 18 日发布公告，公司拟出资 6.97 亿元收购盛妆医美持有的浙江连天美 55%股权，交易完成后，连天美将成为公司控股子公司。本次交易中，标的公司就 2021、2022 年度累计净利润做出业绩承诺，2021、2022 年度累计承诺净利润不低于 1.57 亿元，如目标公司在业绩承诺期末未能达到累计承诺净利润，则对公司以现金方式进行补偿。同时，公司公布了 2021 年股权激励计划。

二、分析与判断

连天美概况：浙江省区域龙头医美服务品牌，“资质+专利”实力突出

连天美是总部位于杭州中国最早一批医疗美容企业之一，也是浙江省首家民营医疗美容医院的创办者。下属医院设有整形美容科、微整形科、皮肤美容科、口腔美容科等主要业务科室，旗下有 38 年的老字号品牌杭州华山连天美医院和以轻医美为主打的杭州维多利亚医疗美容医院，总营业面积约 2 万方，两者均为国家 5A 等级（最高级别，全国仅 51 家）医疗美容机构，其中杭州连天美取得了浙江省卫生厅认证的四级（高难度）手术资质，具备实施颧骨降低术，下颌角肥大矫正术等高难度手术的能力，目

前，连天美拥有整形相关专利 20 余项（针对鼻部整形 7 项，面颌部 8 项，胸部 4 项，以及牙科、塑性等其他专利），是华东区域的龙头医美服务机构。2020 年，连天美实现收入 4.85 亿元，实现净利润 8054 万元。根据沙利文数据，2019 年，连天美集团以 4.61 亿元的收益，分别以 3.4%、5.7%的市场份额居杭州和浙江省市场份额第一名。

核心竞争优势：专业化人才+标准化管理+合理营销，竞争优势凸显

经过长期的市场竞争，连天美集团在人才、管理、营销等方面均形成了较强的竞争优势。人才端：目前，连天美已建立起一支由 13 名高级职称专家领衔的专业医师团队，下属医院拥有主任医师 5 名，副主任医师 8 名，专业医户人员 173 名，另外特聘专家 16 名，医生资源充沛。管理端：连天美建立了涵盖顾客管理、医疗服务、业务运营及人才培养的管理体系，具备标准化和快速复制的经营能力，为公司长久发展创造了良好的条件；营销端：线上+线下相结合，有效控制营销成本同时实现全方位覆盖，目前公司拥有超过 30 万的会员数量。

股权激励绑定核心管理层，高行权条件彰显信心

本次公告中指出，公司制定了涵盖公司任职的董事、高级管理人员、核心管理人员等 14 名管理层的股权激励计划，对激励对象授予股票期权总计 1820 万份，约占公司股本总额的 2.33%，本激励计划股票期权的行权价格为 12.62 元/份。本次期权行权考核年度为 2021 年、2022 年两个会计年度，每年度进行业绩考核。对应 2021 年行业绩考核目标为:以 2020 年合并报表为基数净利润增长 390%、310%-390%、200%-310%和小于 200%四个等级，可分别行权 100%、80%、50%、0%， 对应 2022 年业绩考核目标：以 2020 年合并报表净利润为基数增长 1390%、1290%-1390%、1190%-1290%和低 1190%四个等级，可分别行权 100%、80%、50%、0%，行权考核标准较高。我们认为，公司管理团队经验丰富，此次股权激励的推出有望进一步健全公司长效机制，将核心人员与公司深度绑定，成为支撑公司长期发展的核心力量。

携手连天美抢占稀缺医美资源，顺利切入我国医疗美容“快车道”

近年来我国医疗美容行业发展迅速，经过多年发展，渗透率虽已有所提高，但与医美发展成熟国家相比仍处较低水平，远期空间广阔。公司本次通过现金收购的方式实现对连天美 55%股权的收购，实现对下属杭州连天美医疗美容医院及杭州维多利亚医疗美容医院的控制，顺利切入医美市场，快速占领了行业有利位置。此外，公司计划依靠连天美所拥有的强大客户资源、技术积累和区域品牌优势，向美丽健康产业多领域发展做准备。本次收购符合公司的长期战略规划，公司计划将继续聚焦医疗美容领域，丰富完善医美产业布局，深入挖掘并整合优质医疗美容资源。

三、投资建议

公司本次对连天美 55%股权的收购，将带动业绩显著增厚，同时股权激励计划将激发公司整体活力。预计公司 2021-22 年 EPS 各为 0.17、0.28 元，对应 PE 为 74.3、43.8X，低于 2021 年医疗服务行业整体估值 90X 估值，维持“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧，医美产业布局进度不及预期。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。